

2016年5月16日

隆华节能 (300263.SZ) 环保行业


光大证券
 EVERBRIGHT SECURITIES

领军级团队加盟，重心布局环保、材料

公司深度

◆**公司简介**：公司是专业从事制冷设备研发、制造、销售的高科技企业，其核心产品复合制冷设备市占率达80%，是绝对的领导者。

◆**筑巢引金凤，联姻中船重工**：2014年9月，公司聘任孙建科担任总经理，并引进新的管理层。作为中船重工原总工程师，其任职将有利于公司在技术和市场上得到资源支持。2016年1月，公司子公司中电加美与中船环境签署《战略合作购框架协议》，加强公司在水处理领域的实力；2016年4月，公司入股科博思，拓展在新材料领域的布局。这一系列动作，都与中船重工相关，相信在孙总带领下，公司在技术和市场方面会越来越强。

◆**加注环保，水务治理创佳绩**：公司2013年10月以5.4亿元收购中电加美100%股权，进入环保水处理领域。中电加美是国内凝结水精处理领域的引领者，其13-15年营收和净利润CAGR均超过40%，15年净利1.08亿，占公司总利润的60%。同时，公司顺应当前PPP热潮，与中船环境合作，且投资成立新疆隆华和上海隆华两个环保平台，借助外部资源加速项目落地，预计环保业绩未来2-3年CAGR超50%，是公司短期业绩增长的核心驱动力。

◆**入局新材料，行业潜力蓄势待发**：2014年底，公司以0.93亿元收购四丰电子100%股份，布局钼靶材。目前国内高端钼靶材主要靠进口，四丰电子是国内唯一可替代进口的高端钼靶材供应商，随着下半年3条新生产线陆续供货，同时铜铝靶材及ITO靶材逐步量产后，靶材业绩在未来3-4年望保持CAGR100%的增长。其次，通过产业基金投资1500万元控股科博思50%股权，依托孙总团队在该领域的技术及市场优势，拓展新材料的另一增长极。

◆**投资建议**：预测公司16-18年归母净利润为2.43/3.00/4.21亿元，三年CAGR为33.23%，EPS为0.55/0.68/0.95元。我们认为公司核心管理团队激励到位，重点发展的环保、新材料和高端装备都属于国家战略新兴产业，技术和渠道优势明显，看好公司的长期发展，给予16年动态PE40倍，对应目标价为22元，首次给予“买入”评级。

◆**风险提示**：环保项目开工进度低预期，新材料投产延缓，传统业务下滑风险。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,245	1,371	1,775	2,362	3,158
营业收入增长率	70.76%	10.10%	29.52%	33.04%	33.68%
净利润(百万元)	146	179	243	300	421
净利润增长率	28.49%	22.60%	36.11%	23.44%	40.41%
EPS(元)	0.33	0.40	0.55	0.68	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.38%	7.40%	9.18%	10.26%	12.71%
P/E	49	40	29	24	17
P/B	5	3	3	2	2

买入(首次)

当前价/目标价：16.12/22.00元

目标期限：6个月

分析师

陈俊鹏 (执业证书编号：S0930511120004)
021-22169041
chenjunpeng@ebsecn.com

郑小波 (执业证书编号：S0930515080002)
021-22169045
zhengxb@ebsecn.com

王海山 (执业证书编号：S0930514070004)
021-22169154
[wanghaishan@ebsecn.com](mailto:wanghai Shan@ebsecn.com)

联系人

宋磊
021-22169317
songlei1@ebsecn.com

市场数据

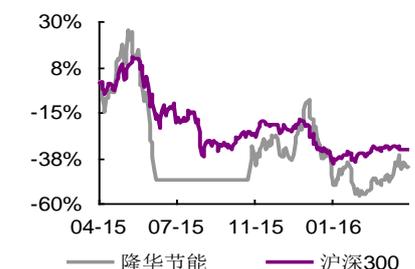
总股本(亿股)：4.43

总市值(亿元)：82.45

一年最低/最高(元)：13.30/40.65

近3月换手率：121.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.99	10.41	-7.92
绝对	14.97	19.23	-41.46

相关研报

关键假设

1) 受下游石油、石化、化工、电力等行业产能过剩影响，公司传统节能设备业务发展遇到一定瓶颈，但公司通过开拓改造市场、优化产品结构，加大研发投入实现产品升级，保持传统节能业务的稳定，且毛利率维持稳定的水平。

2) 依托中电加美的环保平台，大力推进 PPP 项目。与中船环境合作，利用对方的技术优势和项目资源，做大环保业务。通过设立隆华（新疆）和隆华（上海）两个平台，开拓新疆和长三角的环保市场。由于水处理项目大多在 1-2 年的施工期，按照完工百分比来确认收入。

3) 公司钼靶材目前有一条线正式投产供货，预计 2016 年底将新增 3 条线投产，同时 ITO 靶材和铜铝靶材相继在 2017 年陆续投产。入股的科博思料也将在 2016 年三季度量产，由于科博思的市场开拓我们还无法预测，且目前其还在产业基金下面，故暂时不考虑科博思对公司的业绩贡献。

我们区别于市场的观点

市场认为公司的几块业务布局之间并没有太大的关联性，缺乏主线。我们认为公司在引进新的管理团队后，搭建好平台，给予团队恰当的激励机制，在充分利用团队的优势，发展具备竞争优势和成长性的业务，进而打造一个控股集团。

股价上涨的催化因素

环保新增 PPP 项目持续落地，钼靶材新生产线投产，潜在的外延性并购等。

估值和目标价格

我们预测公司 2016-2018 年的营业收入分别为 17.75 亿元、23.62 亿元、31.57 亿元，同比增速分别为 29.52%、33.04%和 33.68%，对应 16-18 年的归母净利润为 2.43 亿元、3.00 亿元和 4.21 亿元，三年 CAGR 为 33.23%。EPS 为 0.55 元、0.68 元和 0.95 元。我们认为公司核心管理团队激励到位，重点发展的环保、新材料和高端装备都属于国家战略新兴产业，技术和渠道优势明显，看好公司的长期发展，给予 2016 年动态 PE40 倍，对应目标价为 22 元，首次给予“买入”评级。

投资风险

环保项目开工进度低预期，新材料投产延缓，宏观经济下滑导致传统业务下滑。

目 录

1、 2016 开启二次腾飞的元年	6
1.1、 公司概况	6
1.2、 新管理层加盟，助力公司长远发展	7
1.3、 战略布局，三驾马车促发展	8
2、 冷凝巨头，技术先进根基牢靠	8
2.1、 专注冷凝 20 年，终成行业巨头	8
2.2、 优化产品结构，控制成本，促换热业务平稳	9
3、 布局环保，首年即获十亿大单	9
3.1、 收购中电加美，踏足水治理市场	9
3.2、 加注环保，多方举措重推 PPP	12
4、 并购四丰电子，涉足新材料	13
4.1、 并购四丰电子，搭建新材料平台	13
4.2、 定位靶材，技术实力国内领先	15
4.3、 加速布局，旧部重聚再铸辉煌	17
5、 入股北超伺服，布局高端制造	19
5.1、 入股北超伺服，踏足高端制造	19
5.2、 布局中高端市场，加速进口替代	21
6、 盈利预测	22
6.1、 关键假设	22
6.2、 盈利预测结果	23
7、 估值水平与投资评级	23
7.1、 相对估值	23
7.2、 绝对估值	24
7.3、 估值结论与投资评级	25
8、 风险分析	25

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：战略调整促业绩稳步增长(单位：百万元).....	7
图 3：净利率保持稳定(单位：百万元).....	7
图 4：公司新管理层主要成员.....	7
图 5：冷凝与环保成业绩主要贡献者（单位，万元）.....	8
图 6：毛利率微调，但仍维持较高水平.....	8
图 7：传热节能业绩发展平稳（单位：百万元）.....	9
图 8：研发投入连年增长（单位：百万元）.....	9
图 9：中电加美工业水处理主要产品.....	10
图 11：业绩承诺超额完成，考核值未达目标.....	12
图 12：四丰电子主要客户.....	14
图 13：产品获得认证的需求方.....	15
图 14：四丰电子业绩快速增长，盈利能力提高（单位：百万元）.....	15
图 15：高纯溅射靶材产业链.....	16
图 16：2014 年高纯溅射靶材市场结构.....	16
图 17：中国 LED 显示应用市场规模（单位：亿元）.....	16
图 18：中国半导体产业销售额（单位：亿元）.....	16
图 19：全球半导体销售额（百万美元）.....	16
图 20：全球高亮度 LED 市场规模（百万美元）.....	16
图 21：中国安防行业市场规模（亿元）.....	17
图 22：公司主要产品.....	20
图 23：收入构成（单位：万元）.....	21
图 24：毛利构成（万元）与毛利率.....	21
图 25：北超伺服所属行业.....	22
图 26：2014 年中国伺服市场份额.....	22
图 27：中国伺服市场容量（亿元）.....	22
表 1：中电加美部分专利列示（截止 2013 年）.....	10
表 2：中电加美已实施或正在实施的重大合同.....	11
表 3：PPP 政策梳理（中央）.....	12
表 4：上海隆华股权结构.....	13
表 5：新疆隆华股权结构.....	13
表 6：四丰电子承担的河南省和洛阳市钨钼靶材科研项目.....	14
表 7：国外主要厂商简介.....	17
表 9：科博思 PVC 结构泡沫材料产品主要技术指标对比.....	18

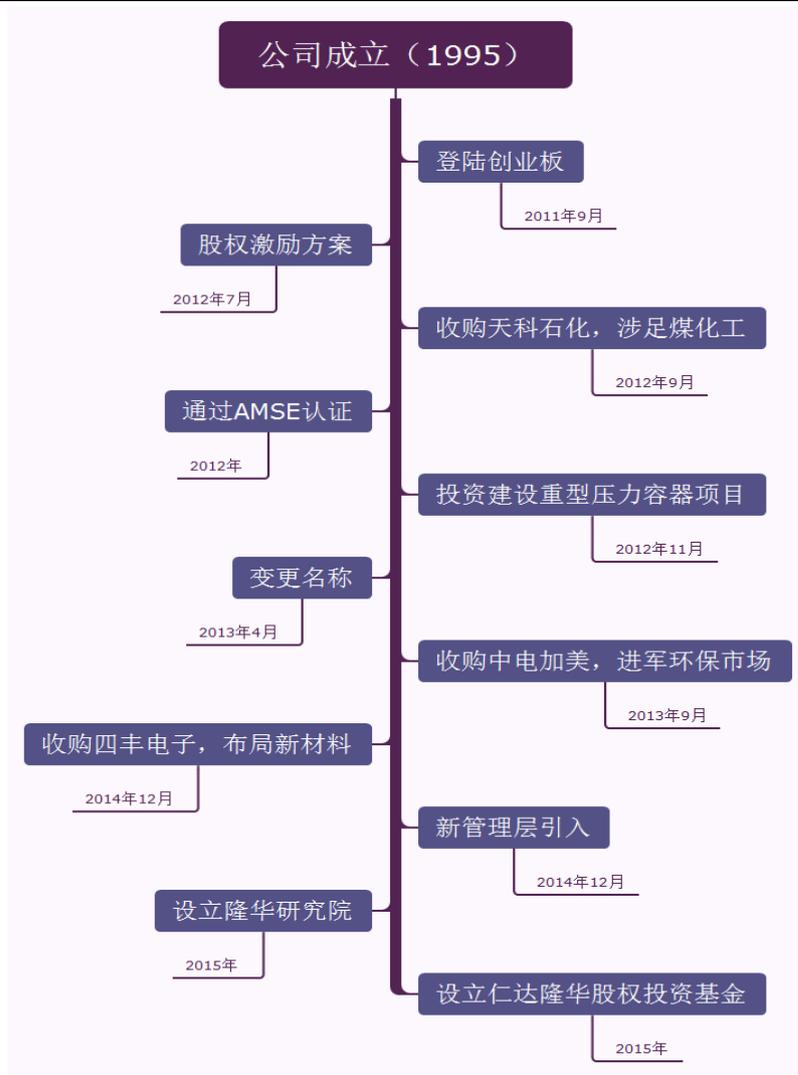
表 10：科博思拥有多项知识产权.....	18
表 11：新表材料领域相关产业政策	19
表 12：北超伺服专利持有情况（截止 2013 年）	20
表 13：近期北超伺服签订的战略合作协议	21
表 14：公司分业务业绩预测	23
敏感性分析	25
估值结果汇总.....	25

1、2016 开启二次腾飞的元年

1.1、公司概况

公司成立于 1995 年，是专业从事制冷设备研发、制造、销售的高科技企业，其核心产品复合制冷设备市场占有率达到 80%，是行业内绝对的领导者。2011 年 9 月公司登陆创业板，开始进入快速发展通道。2013 年，公司收购中电加美，进入环保领域；2014 年，收购四丰电子，布局新材料；2016 年 4 月，公司入股北超伺服，进入高端装备制造业。由此，公司形成了“传热节能、水处理、新材料和高端智能装备”四大业务的战略布局，为公司未来的发展奠定坚实的基础。

图 1：公司发展历程

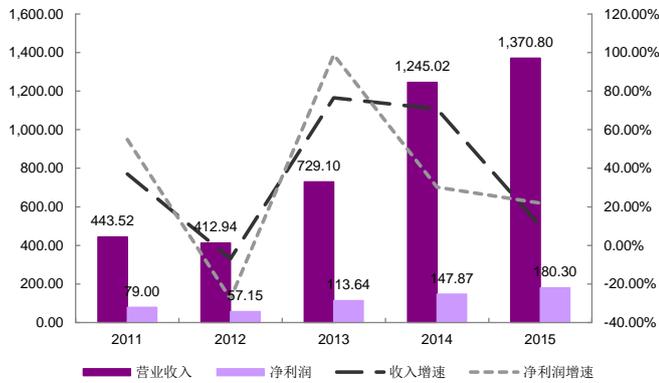


资料来源：公司公告

上市以来，公司的经营业绩呈现快速发展的趋势，从 2011 年到 2015 年，公司营业收入年均增长率达到 32.59%，净利润增长率 22.91%，实现业绩快速增长，尤其是 2012-2014 年，营业收入和净利润增长了近两倍，2015 年，受宏观经济发展的影响，增速放缓，但依旧实现营业收入 13.71 亿元，净利润 1.8 亿，分别同比增长 10.10%和 21.93%。在业绩增长的同时，公司业务

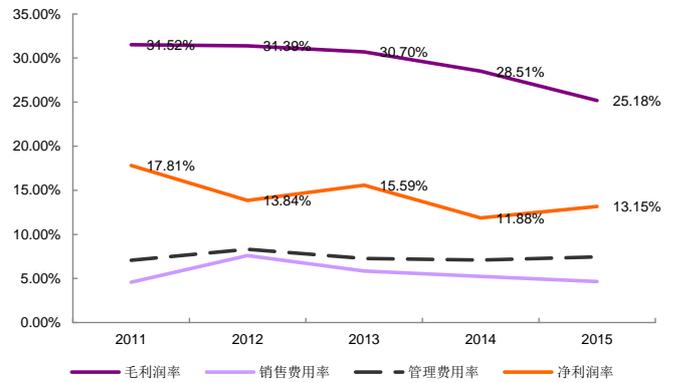
的毛利润率尽管呈现下降的趋势，但依旧维持在较高水平，同时通过完善公司治理、加强产品质量管理等措施，公司净利润率保持相对稳定，2015 年实现净利润率 13.15%，同比增长 1.28 个百分点。

图 2：战略调整促业绩稳步增长(单位：百万元)



资料来源：公司公告

图 3：净利率保持稳定(单位：百万元)

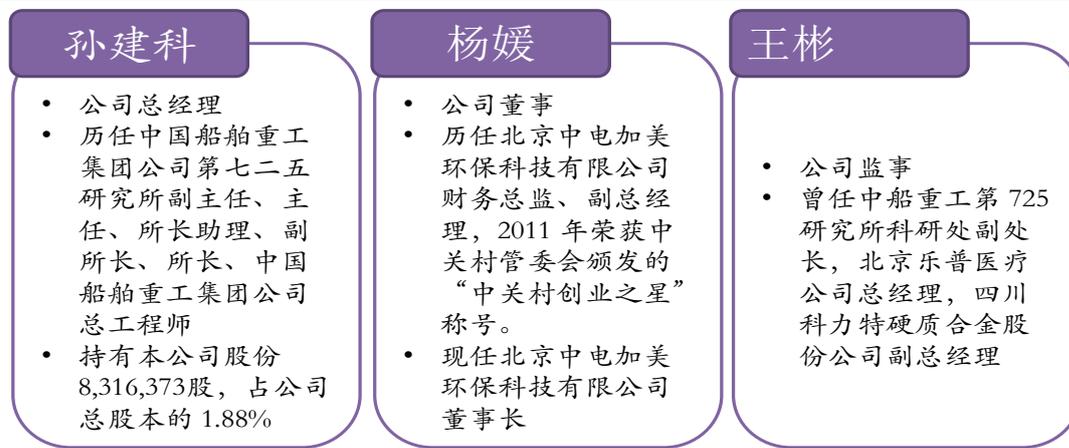


资料来源：公司公告

1.2、新管理层加盟，助力公司长远发展

2012 年 7 月，公司董事会通过了股权激励方案，并于 2014 年第一次行权，此举规范了公司的治理机制，强化了对公司管理层的激励，有利于公司业务的长远发展。2014 年 9 月，公司从外部引进了新的管理层，为公司的进一步发展奠定基础。

图 4：公司新管理层主要成员



资料来源：公司公告

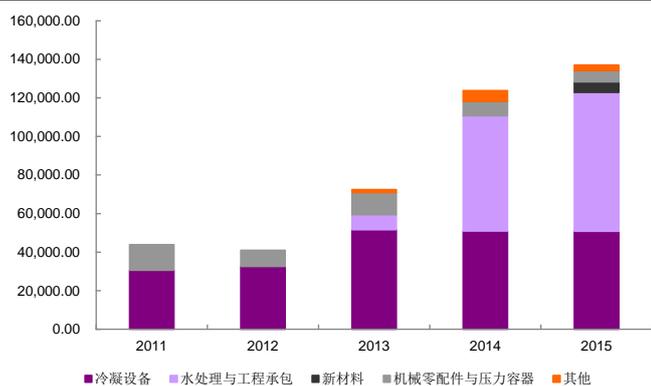
孙总曾任中船重工第七二五研究所所长、集团公司总工程师，在孙总任上，七二五研究所取得了辉煌的业绩。七二五所成立于 1961 年，隶属中国船舶重工集团公司，是专业从事舰船材料研制和工程应用研究的军工事业单位，是海军各型号的材料技术责任单位，材料技术实力强大。目前全所拥有 8 个研究室，2 个研制中心，3 个国家重点实验室、工程中心，4 个国家海洋试验站，4 个国家检测认证中心。拥有船体结构材料、有色金属材料、非金属材料、腐蚀与防护技术、特种材料、焊接工艺、自然环境试验等多个重点研究领域，是我国舰船装备发展的中坚力量。同时，孙总本人是新材料领域的专家，有利于公司在该领域的快速发展。

2016年1月，公司子公司中电加美与中船重工环境工程有限公司签署《战略合作框架协议》，后者隶属于中船重工集团第七一九研究所，双方约定在环境治理、市政供水和污水治理、水资源管理、环境保护等领域开展合作。

1.3、战略布局，三驾马车促发展

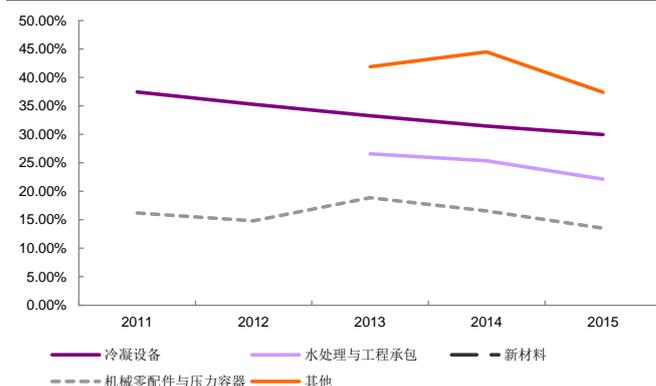
2012年，受国内经济环境的影响，同时行业发展进入瓶颈期，公司的业绩出现下滑，由此，公司决定寻找并建立新的业务支柱。2013年9月，公司收购中电加美，进入环保领域，从事工业水与市政水处理业务；2014年，收购四丰电子，布局新材料行业。至此，公司形成了以“传热节能、水资源处理和新材料应用”为核心的三大战略布局，至2015年年底，在传热节能和水处理领域，公司已经取得佳绩，分别实现营业收入5.07亿和4.86亿，加上工程承包收入，涉水业务收入达7.21亿元，同时在新材料领域，也传来佳绩，实现收入0.54亿元，由于收购刚刚完成，但依据四丰电子的实力和行业发展前景，预计接下来在新材料这块将爆发增长，届时该业务将正式成为公司业绩的推动力。

图5：冷凝与环保成业绩主要贡献者（单位，万元）



资料来源：公司公告

图6：毛利率微调，但仍维持较高水平



资料来源：公司公告

2、冷凝巨头，技术先进根基牢靠

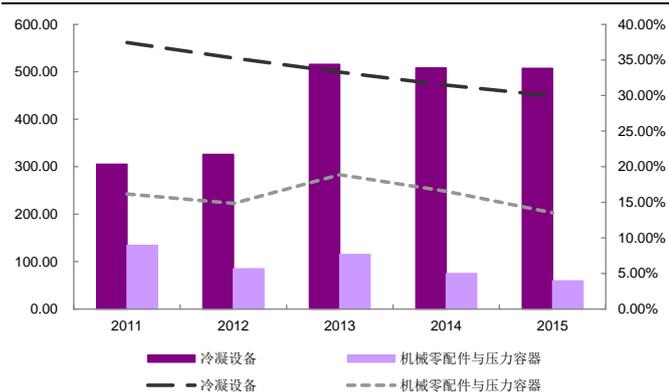
2.1、专注冷凝20年，终成行业巨头

自1995年公司成立以来，就一直致力于工业节能设备的研发，至今已有20多年的历史了。现如今，公司形成了以复合冷却器为核心的传热节能产品体系，其产品广泛应用于煤化工、石油化工、冶金、电力等诸多工业领域及制冷行业，市场占有率达到80%，行业龙头地位无可动摇。

近年，公司在传热节能领域业绩平稳，受制于下游行业产能过剩的影响，甚至出现小幅下滑，但依托公司强大的技术实力和良好的产品质量，业绩总体而言较为平稳，没有出现大幅下滑。2015年，冷凝设备实现营业收入5.07亿元，比上年下降0.2%，实现毛利1.52亿元，同比下降4.92%。另一方面，公司历来重视技术研发，2013-2015年，公司研发投入支出年均增长达到27%，2015年支出额为3593万元，占当年营业收入的2.62%。

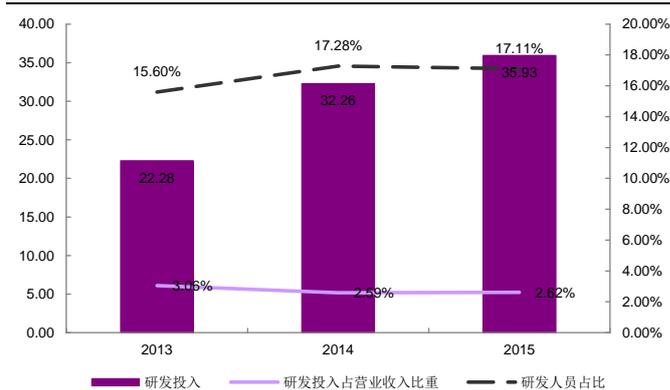
2016-05-16 隆华节能

图 7：传热节能业绩发展平稳（单位：百万元）



资料来源：公司公告

图 8：研发投入连年增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告

2.2、优化产品结构，控制成本，促换热业务平稳

公司传热节能板块需求主要有两大来源：1) 随着新投资、新上项目配套建设的新增设备业务；2) 原有工厂设备的更新改造，尤其是因为新的节能减排要求下的升级改造。最近几年石油、石化、化工和电力等工业领域的产能过剩，公司新增设备业务数量下降。同时原材料价格大幅度下降导致产品价格也相应下降。两个不利因素叠加，销售额出现了较大下滑。

2015 年，公司对产品市场结构进行调整，在新增设备业务萎缩的情况下，大力发展更新改造业务，产品上主推复合冷，减少非标产品，尽量推进产品的标准化，重点突破电力行业。同时，公司也进行了人员调整，传统业务的员工从 1500 人精简到 1000 人。在配合管理、营销模式等方面的调整，公司取得了较好的业绩，产品全面进入华电、华能等五大央企电力集团，并已得到了各大电力集团的充分认可。2015 年，公司在石化行业取得绝对优势地位，在中石油、中石化和中海油额复合冷领域，市场占有率达到 100%。

同时，2015 年公司设立隆华研究院，专业从事新技术研究和新产品开发，以“大型闭式冷却塔”作为突破方向，加强技术研发。该项目已被列入河南省节能减排重大专项计划，并获得 700 万元的资金扶持。目前已完成了大型闭式冷却塔的基础设计、样机研制及试验测试等工作，试验结果达到甚至超过预期目标，可望在 2016 年实现市场推广应用。

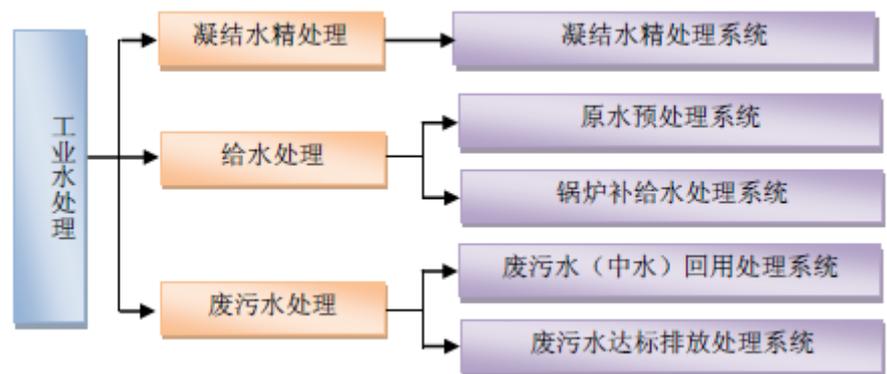
3、布局环保，首年即获十亿大单

3.1、收购中电加美，踏足水治理市场

2013 年 10 月，公司完成收购北京中电加美环保科技有限公司（简称“中电加美”），踏足水治理市场。该次交易中，公司采用 25% 现金+75% 发行股份的方式收购了中电加美 100% 股权，合计作价 5.4 亿元。受此次交易影响，公司增发股份 2749.49 万股，杨媛、樊少斌等成为公司股东。

中电加美成立于 2003 年 11 月，是一家专业从事工业水处理的高科技环保企业，全面掌握了凝结水精处理、给水处理、废污水处理等工业环保水处理的多种工艺和技术，是国内电力行业空冷机组凝结水精处理市场的先行者。

图 9：中电加美工业水处理主要产品



资料来源：公司公告

中电加美掌握多项水处理核心技术。其凭借凝结水精处理系统的技术优势和品牌优势，已成为凝结水精处理系统特别是空冷机组领域的引领者。在废污水回用处理技术方面，其研发推广的石灰深度处理技术，解决了生产过程存在的扬尘、排渣堵塞等环保问题。同时，使用其常规膜处理技术，可将水回收率从 60%至 70%提高到 95%，大大减少废水的排放，给企业带来良好的社会效益和环保效益。

表 1：中电加美部分专利列示（截止 2013 年）

序号	专利号	专利名称	专利类型	授权日	有效期限（年）	应用领域
1	ZL200910077129.1	一种用于流动床生物膜处理的悬浮填料	发明	2011.08.17	20	废污水处理
2	ZL200620118707.3	覆盖过滤交换装置	实用新型	2007.08.22	10	凝结水精处理
3	ZL200620124561.3	多螺旋高精度石灰投加装置	实用新型	2007.08.15	10	废污水处理
4	ZL200620166456.6	凝结水精处理分床装置	实用新型	2007.12.19	10	凝结水精处理
5	ZL200920223009.3	高效节水型膜处理系统	实用新型	2010.06.16	10	给水处理、废污水处理
6	ZL201120380636.5	一种石灰粉料湿法计量系统	实用新型	2012.06.27	10	废污水处理
7	ZL201120379905.6	一种石灰粉料干法计量系统	实用新型	2012.07.04	10	废污水处理
8	ZL201120574765.8	污泥热干化及与煤掺烧处理系统	实用新型	2012.09.05	10	废污水处理
9	ZL201102574749.9	凝结水精处理混床	实用新型	2012.08.29	10	凝结水精处理
10	ZL201120571892.2	树脂分离塔	实用新型	2012.08.29	10	凝结水精处理
11	ZL201220330392.4	高效核废液处理系统	实用新型	2013.02.06	10	废污水处理
12	ZL201220333847.8	一种重金属废水处理设备	实用新型	2013.02.06	10	废污水处理
13	ZL201220391432.6	一种除油树脂过滤器	实用新型	2013.02.06	10	凝结水精处理
14	ZL201220391743.2	一种铺膜过滤器	实用新型	2013.02.06	10	凝结水精处理
15	ZL201220396559.7	一种液位开关安装结构	实用新型	2013.02.06	10	废污水处理
16	ZL201220396532.8	一种太阳能污泥干化系统	实用新型	2013.02.06	10	废污水处理
17	ZL201220396538.5	一种污泥干化装置	实用新型	2013.02.06	10	废污水处理

资料来源：公司公告

2013 年 11 月，公司与滨海县水务发展有限公司（简称“滨海水务”）、北京郎新明环保科技有限公司（简称“郎新明”）签订《滨海县区域供水和县城污水处理厂迁建工程项目关于引入 BT 联合实施方协议书》，与郎新明共

同实施滨海项目，随即公司即组建专门的项目公司（滨海居善水务发展有限公司）参与营运，具体项目建设由中电加美负责。

该项目计划总投资 12.6 亿元，最终投资额以竣工验收审计结算价为准。截止 2015 年 12 月 31 日，该项目已收到滨海县政府支付的工程款 30,617.75 万元，收到投资回报款 3,476.35 万元，经过认证的交付的工程量 89,724.95 万元，其余工程均在建设中或已交付正在认证中。

表 2：中电加美已实施或正在实施的重大合同

日期	交易对方	投资总额	主要内容
2013 年 11 月	滨海县水务发展有限公司、北京朗新明环保科技有限公司	12.6 亿	采用 BT 模式，与北京朗新明共同实施滨海县区域供水和县城污水处理厂迁建工程项目，
2015 年 6 月	海东市发展和改革委员会	1.085 亿	中电加美与晟雪环保联合体（简称“甲方”）与海东市乐都区环境保护局（简称“乙方”）共同设立项目公司，实施建设资料来源：海东市乐都区污水处理厂 PPP 项目。建设期自协议签订日起至完工日，不超过十二个月，特许经营期为自生效日起三十年。分红比例：甲方 100%，乙方 0%。

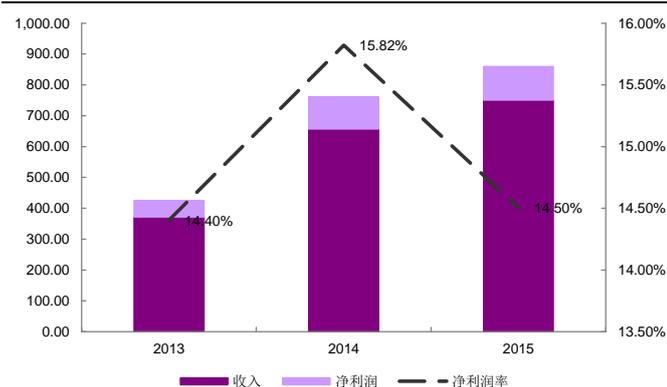
资料来源：公司公告

2015 年中电加美承接了青海省海东市乐都区污水处理项目，目前已经进入设备安装阶段，并被列为国家财政部第二批 PPP 水务示范项目。同时，公司 2015 年开始加大在市政板块的资源投入，与中船重工环境工程有限公司签订长期战略合作协议，双方开展互通市场信息、共享资质资源、联合承接项目等全方位合作，为中电加美公司全面进入公共服务、市政工程（PPP）项目领域奠定了基础。

自公司收购中电加美以来，其业绩呈现快速增长态势，2013-2015 年，收入年均增长 42.11%，净利润年均增长 42.61%，净利润率保持在 14% 以上。按照收购时中电加美的承诺，2013-2015 年，其扣非后净利润不低于 4500 万、5500 万、6500 万，按照实际值，其已经超额完成业绩目标，但由于中电加美核心层股东承诺：中电加美参与滨海 BT 项目建设的利润将不计入承诺业绩，导致计算出来的考核值不及目标。同时，受我国国内经济增速下降，导致工业水处理业务的部分客户基建项目建设进度放缓及资金紧张，使得在 2015 年公司业绩增速放缓，但从总体来看，自收购后，中电加美表现良好，伴随我国污水治理进程的加快，其未来发展空间会更快。

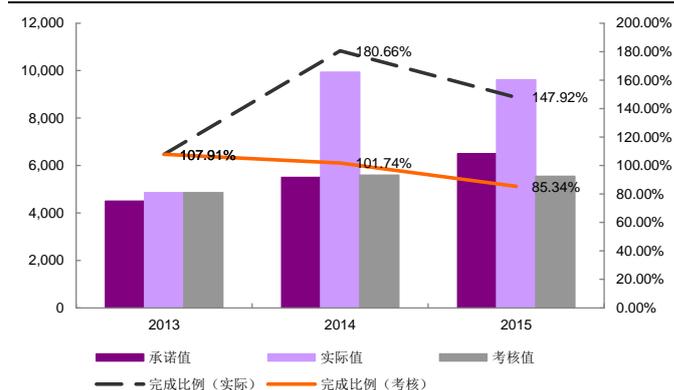
2016-05-16 隆华节能

图 10: 业绩快速增长, 盈利保持稳定 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告

图 11: 业绩承诺超额完成 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告

3.2、加注环保, 多方举措重推 PPP

2016 年 4 月, 公司投资设立上海隆华环保科技有限公司、新疆隆华环保科技有限公司, 分别拥有 40% 的股权。其中, 公司与“致远合众”、“科创汇智”两个有限合伙于 2015 年 11 月发起设立的厦门仁达隆华股权投资基金合伙企业 (有限合伙) (简称“投资基金”), 也参与两公司的设立, 股权比例均占 15%。而“致远合众”、“科创汇智”均由公司管理层投资设立。此举有利于加强公司管理层与公司业绩的联系, 利益捆绑更加紧密; 同时, 借助投资基金, 公司搭建起了一个融资平台, 为公司今后在水务处理乃至环保全产业链的投资, 尤其是 PPP 项目的参与, 打好基础。

表 3: PPP 政策梳理 (中央)

部门	时间	文件	主要内容
财政部	2014/9/23	关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知	要求各级政府积极开展、切实履行职能
财政部	2014/11/29	政府和社会资本合作模式操作指南(试行)	对项目的识别、准备、采购、执行和移交等活动做出指引
财政部	2014/11/30	关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知	确定 30 个 PPP 示范项目
发改委	2014/12/2	开展政府和社会资本合作的指导意见	明确原则、范围模式、工作机制
财政部	2014/12/30	关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知	规范合同参与主体, 明确风险分配原则和权利义务安排
财政部	2014/12/31	关于印发《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》的通知	规范 PPP 项目采购程序, 争议处理和监督检查
财政部	2014/12/31	关于印发《政府采购竞争性磋商采购方式管理暂行办法》的通知	明确招标方式, 确认适用采购法律
财政部	2015/2/13	关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知	明确 PPP 项目推介重点
发改委	2015/3/17	关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知	要求开发银行联合其他银行、保险公司等金融机构, 以银团贷款、委托贷款等方式, 努力拓宽 PPP 项目融资渠道
财政部	2015/4/14	政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》	开展 PPP 项目财政承受能力论证, 是政府履行合同义务的重要保障, 有利于规范 PPP 项目财政支出管理, 有序推进项目实施, 有效防范和控制财政风险, 实现 PPP 可持续发展。
财政部	2015/6/18	建立 PPP 结算扣款机制	财政部正研究建立上级财政对下级财政的结算扣款机制, 以保障社会资本的合法权益。
财政部	2015/6/22	关于进一步做好政府和社会资本合作项目 (PPP) 示范工作的通知	要求加快推进首批示范项目以及组织上报第二批备选示范项目
财政部	2015/8/14	政府和社会资本合作项目物有所值评价指引 (试行)	判断是否采用 PPP 模式代替政府传统采购模式

2016-05-16 隆华节能

财政部	2015/8/27	财政部第二批 PPP 示范项目将出	共上报约 700 个项目，本次示范项目覆盖的范围更广、项目数量更多、投资额度更大。
财政部	2015/9/29	财政部发起设立 PPP 融资支持基金	财政部联合建行、邮储、农行、光大集团、交行等 14 家机构共同设立 PPP 融资支持基金，总规模 1800 亿元
发改委	2015/10/12	发改委牵头起草特许经营条例 引导规范 PPP 开展	发改委起草了《基础设施和公用事业特许经营暂行条例》，从明确条件范围、强化政府履约、鼓励民间投资、完善争议解决以及加强法律法规衔接等方面作出了制度安排。
财政部	2015/12/17	财政部发布 PPP 项目以奖代补政策暂为期三年	财政部发布《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》，对中央财政 PPP 示范项目中的新建项目，将按照项目投资规模给予一定奖励，对转型为 PPP 项目的地方融资平台公司存量项目，按项目化解存量债务规模的 2% 给予奖励。
财政部	2015/12/23	PPP 项目以奖代补政策出炉 10 亿元以上项目奖 800 万元	PPP 项目以奖代补政策出台，对中央财政 PPP 示范项目中的新建项目，财政部给予投资规模 3 亿元以下的项目奖励 300 万元，3 亿元(含 3 亿元)至 10 亿元的项目奖励 500 万元，10 亿元以上(含 10 亿元)的项目奖励 800 万元。
财政部	2015/12/29	财政部连发两文 PPP 项目“游戏规则”敲定	财政部连续发布《PPP 物有所值评价指引(试行)》、《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台运行的通知》2 个文件推动 PPP 建设，《指引》明确了物有所值评价的前置程序和必备材料以及定性评价和定量评价的具体评价内容，提供了各行业项目测评时的重要依据。

资料来源：政府网站

表 4：上海隆华股权结构

股东名称	出资额 (万元)	出资比例 (%)
洛阳隆华传热节能股份有限公司	2000	40%
厦门仁达隆华股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	750	15%
厦门中投盈科股权投资合伙企业 (有限合伙)	1500	30%
厦门东华恒业股权投资合伙企业 (有限合伙)	750	15%
合计	5000	100%

资料来源：公司公告

表 5：新疆隆华股权结构

股东名称	出资额 (万元)	出资比例 (%)
洛阳隆华传热节能股份有限公司	4,000	40%
厦门仁达隆华股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	1,500	15%
王前	2,300	23%
厦门东华恒业股权投资合伙企业(有限合伙)	2,200	22%
合计	10,000	100%

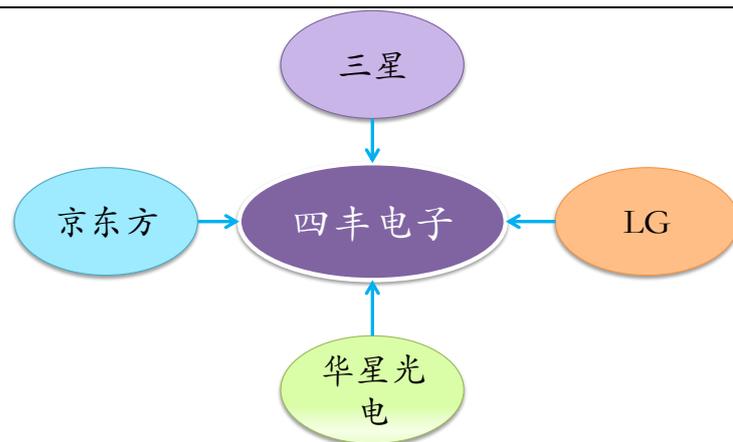
资料来源：公司公告

4、并购四丰电子，涉足新材料

4.1、并购四丰电子，搭建新材料平台

2014 年 12 月，公司以 9300 万元全资收购洛阳高新四丰电子材料有限公司，标志公司进入到新材料领域。四丰电子成立于 2001 年 6 月，是国内首家实现量产的高端钼靶材生产企业，主要产品是 TFT-LCD 行业用钼平面溅射靶，其在晶粒度、纯度、致密度、电阻率、电导率、镀膜均匀性等方面达到国际水平，可完全替代进口靶材，完全符合“面板产业关键材料国产化战略”发展战略。

图 12: 四丰电子主要客户



资料来源：公司公告

四丰电子公司多项研发项目列入国家发改委支持的“洛阳市电子功能材料集聚发展专项资金”三年滚动计划，其中，“平面显示器用高纯高致密钨钼合金靶材研制及产业化项目”已获得 210 万元经费支持，“超宽高纯度高密度钨、钨平面溅射靶材项目”已纳入 2016 年支持名录，后续多项在研项目也具备争取相关政策支持的条件。

表 6: 四丰电子承担的河南省和洛阳市钨钼靶材科研项目

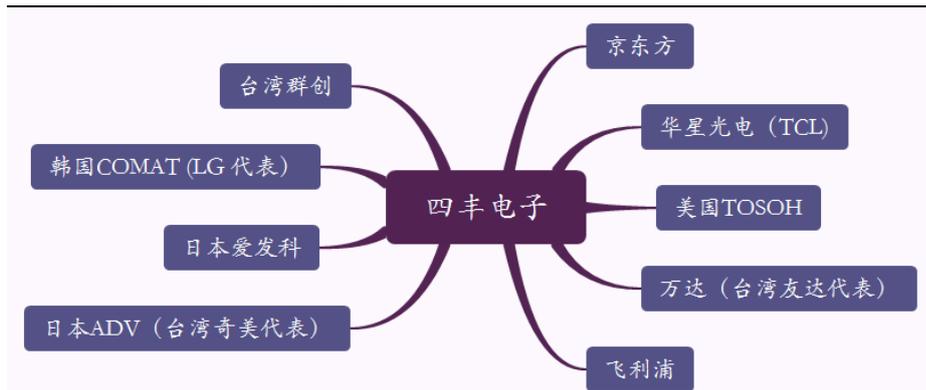
项目	所属部门
大尺寸高纯高密度钨钼靶材的研制及产业化	河南省发改委专项基金项目
大尺寸高纯度高密度钨平面溅射靶材	河南省科技型中小企业创新基金项目
适用于太阳能平面显示器行业的钨旋转管型靶材的研制	河南省科技厅技术攻关项目
太阳能硅板、平面显示器钨旋转管型溅射靶材	洛阳市科技计划项目
高纯高密度钨旋转管型超长靶材	洛阳市高新区技术创新基金项目

资料来源：公司公告

四丰电子现拥有年产 120 吨大型钨靶材生产线，其中 700mm*3000mm 的平面靶材及长度为 2300mm 管形靶材是目前国内尺寸最大钨溅射靶材，产品已经得到了美国 TOSOH、韩国 COMAT (LG 代表)、万达 (台湾友达代表)、日本 ADV (台湾奇美代表)、日本爱发科、京东方、飞利浦和华星光电 (TCL) 等企业的认证，台湾群创正在认证中，80% 用于出口。

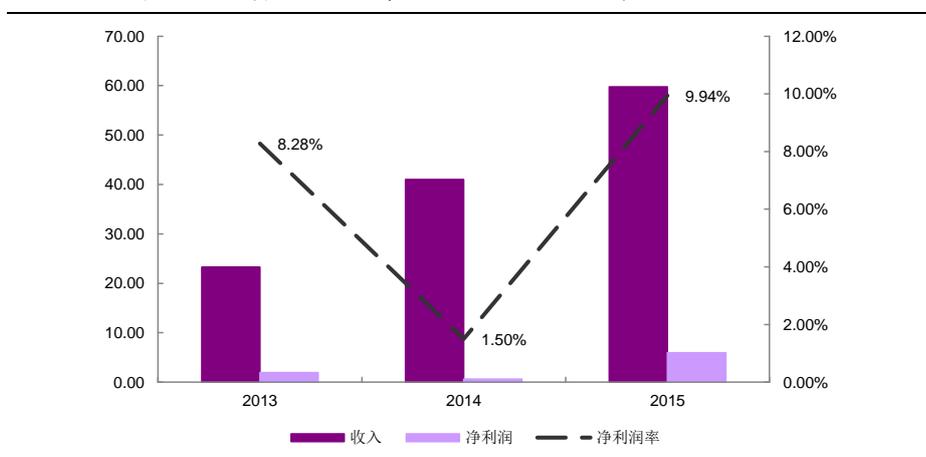
2015 年，四丰电子正式纳入公司报表，当年实现营业收入 5975 万元，净利润 594 万元，与 2013 年相比，年均增长分别为 60.25% 和 75.61%。其净利润率达到了 9.94%，在制造业整体环境不景气的情况下，其盈利能力维持相对较高的水平。

图 13: 产品获得认证的需求方



资料来源: 公司公告

图 14: 四丰电子业绩快速增长, 盈利能力提高 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告

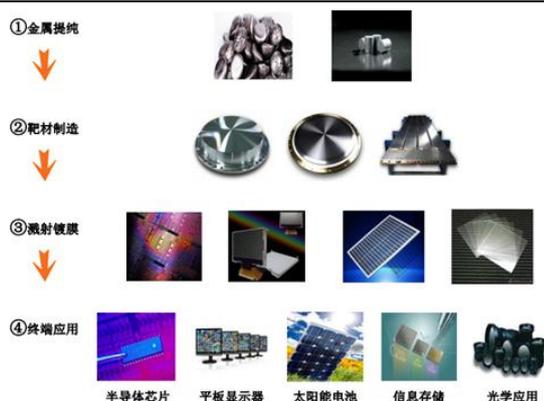
目前公司在四丰电子上的产品主要布局, 是生产液晶显示屏前端材料钼靶材, 而液晶显示屏主要原材料是钼靶材、ITO 靶材和铜铝靶材, 其中盈利最大的是钼靶材和 ITO 靶材, 后者还略高。当前公司正在积极进行 ITO 靶材研发工作, 预计到 2017 年将正式投产, 预计该业务将给公司带来几何倍数的业绩增长, 结合钼靶材, 未来公司在高端靶材领域的市场竞争力将更加强大, 国内行业龙头地位将更加稳固。

4.2、定位靶材, 技术实力国内领先

靶材是广泛应用于半导体、磁记录、平面显示、太阳能电池、玻璃、电子、汽车、工模具、装饰等领域的核心材料, 市场前景广阔。据统计, 2011 年全球靶材市场容量约为 400 亿元, 市场需求量以每年超过 30% 的速度快速增长。在高端靶材方面, 技术尚被美国、日本、德国等少数国家所垄断。

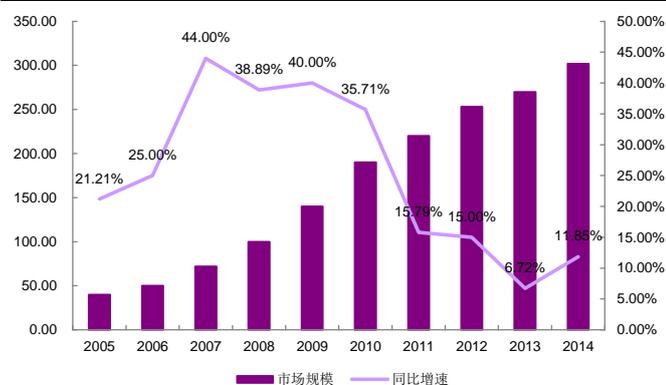
近年来, 我国电子信息产业飞速发展, 集成电路、光盘及显示器生产线均有大量合资或独资企业出现, 我国已逐渐成为了世界上薄膜靶材的最大需求地区之一。迄今为止, 中国 (包括台湾) 还没有生产靶材的专业大公司, 大量靶材仍从国外进口, 特别是技术含量高的靶材。与此同时, 中国国内微电子、太阳能光伏等高科技产业快速发展, 大陆和台湾的靶材市场需求仍将日益扩大。

图 15: 高纯溅射靶材产业链



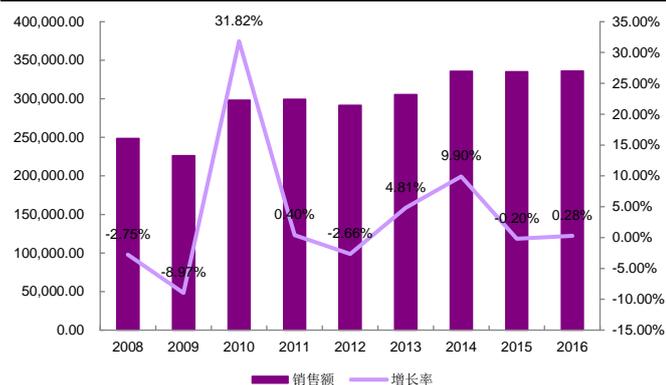
资料来源: 中国产业信息网

图 17: 中国 LED 显示应用市场规模 (单位: 亿元)



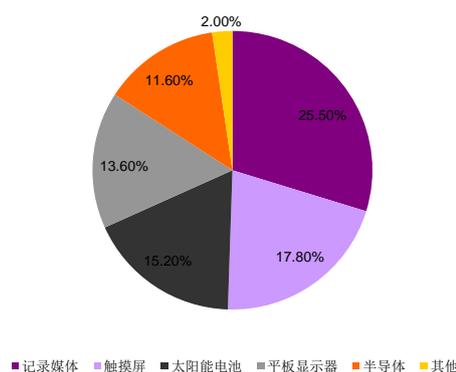
资料来源: Wind

图 19: 全球半导体销售额 (百万美元)



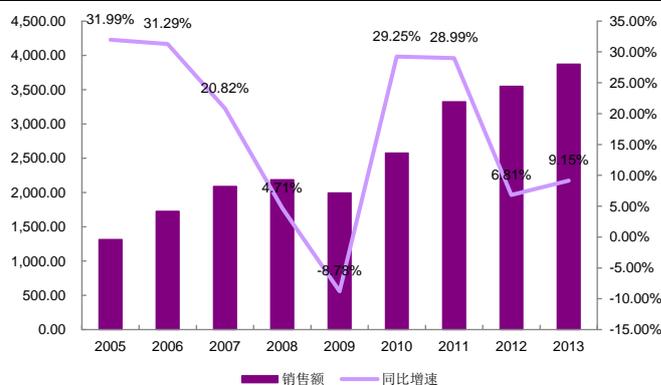
资料来源: Wind

图 16: 2014 年高纯溅射靶材市场结构



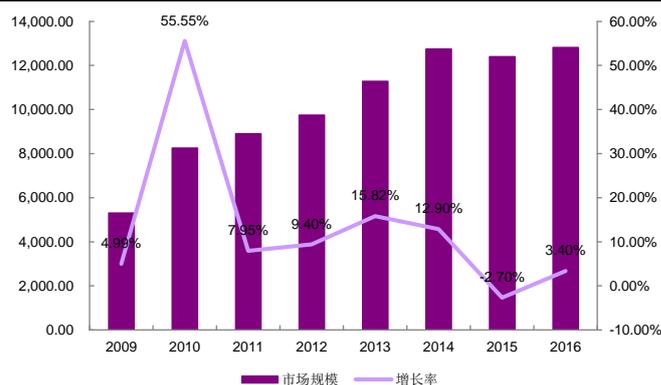
资料来源: 中国产业信息网

图 18: 中国半导体产业销售额 (单位: 亿元)



资料来源: wind

图 20: 全球高亮度 LED 市场规模 (百万美元)



资料来源: Wind

四丰电子的核心产品为高纯钼溅射靶材, 高纯钼溅射靶材是钼行业的新兴、高端产品, 要求产品密度大、纯度高、组织均匀且生产工序长, 具有很高的技术含量。之前一直被奥地利的普兰西 (Plansee)、德国 H.C 斯达克 (H.CStarck) 和贺力氏 (Heraeus)、日本的日立金属 (HitachMetal) 等国际巨头所垄断。

表 7：国外主要厂商简介

公司名称	所属国家	市场业务
普兰西	奥地利	世界难熔金属行业的“老大”，提供世界上范围最广的难熔金属和专用材料产品，以钼、钽、铌和钨制品著名，尤其是钼金属加工，占其销售额的 20%
H.C 斯达克	德国	高熔点金属及其制品和化合物，主要是钽、钼和钨制品，其产品产量、质量和生产技术都出于世界领先地位
贺力氏	德国	贵金属、齿科、传感器、石英玻璃及特种光源领域的市场及技术方面位居世界领先地位
日立金属	日本	高速钢和高级特殊钢，汽车用活塞环材料、金属靶材、太阳能电池电杆材料等

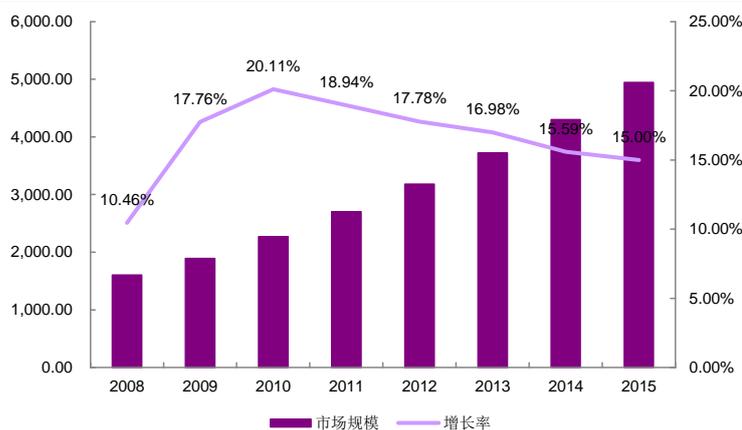
资料来源：网络整理

4.3、加速布局，旧部重聚再铸辉煌

除了靶材以外，公司还在新材料领域积极布局多项业务。2016 年 4 月，公司通过仁达隆华投资基金，向洛阳科博思新材料科技有限公司（简称“科博思”）增资 1500 万元，占科博思 50% 股权。科博思是一家专业从事结构功能一体化高性能材料研发和生产的公司。公司主营业务包括纤维增强树脂基复合材料、结构泡沫材料、改性树脂材料等多个专业方向，应用领域涵盖轨道交通、军工安防、舰船、航空、航天等方面。主营产品技术和工艺国内领先，具备打破进口垄断、参与国际竞争的能力。

纤维增强树脂基复合材料广泛应用于轨道交通、军工安防等重要领域，是高端复合材料在重大领域的技术革新应用，如地铁安全疏散平台、轨道减、隔震基材、合成木材、螺旋桨、防弹结构以及复合防火门等。目前，我国高端纤维增强树脂基复合材料产品整体水平落后国外进口产品，同时就涉及关键领域的产品限制出口。

图 21：中国安防行业市场规模（亿元）



资料来源：Wind

科博思的结构泡沫材料系列产品，综合性能达国际领先水平，部分关键力学性能指标超过进口产品，具有明显的技术先进性和成本优势，具备参与国际竞争的能力。目前国内结构泡沫材料市场整体处于国外进口产品垄断状态，其中 PVC 结构泡沫材料国内仅天晟新材一家实现国产化，PMI 结构泡沫和 PI 结构泡沫进口寡头垄断。公司研制的包括 PE 泡沫、聚氨酯泡沫、PVC 泡沫、PI 泡沫和 PMI 泡沫等，打破国外技术垄断，可应用于风力发电、航天

航空、军工、船舶、汽车、铁路机车制造、雷达、天线罩等领域。目前这些产品均已完成中试，部分具备产业化条件。

表 8：科博思 PVC 结构泡沫材料产品主要技术指标对比

性能	DIAB	AIREX	天晟	科博思	DIAB	AIREX	天晟	科博思
产品型号/项目	H60	C70.55	P60	1	H80	C70.75	P80	2
公称密度 Kg/m ³	60	60	60	60	80	80	80	80
压缩强度 MPa	0.9	0.9	0.85	0.87	1.4	1.45	1.35	1.4
压缩模量 MPa	70	69	71	70	90	104	92	95
拉伸强度 MPa	1.8	1.3	1.61	1.65	2.5	2	2.21	2.2
拉伸模量 MPa	75	45	75	74	95	66	95	95
剪切强度 MPa	0.76	0.85	0.7	0.74	1.15	1.2	1.11	1.15
剪切模量 MPa	20	22	22	22	27	30	31	30
剪切应变%	20	16	20	18	30	18	30	28

资料来源：公司公告

新型改性树脂材料属于先进材料国防军工领域技术革新应用。目前，国内该类材料存在一定问题，国外限制出口到国内。公司研制的新型改性树脂材料耐超高温氧化、高力学强度等关键性能优异，达国际先进水平，可应用于航空航天、武器装备等军工领域。目前公司产品已完成中试，具备进一步推动产业化的条件。

表 9：科博思拥有多项知识产权

产品名称	专利名称
轨道交通系列化产品	一种改善热塑性塑料成型工艺性与性能的方法
	一种混杂纤维增强聚丙烯高强度复合材料的制备方法
	一种半固体状态的反应型环氧胶粘剂
	植物纤维增强硬质聚氨酯结构泡沫复合材料及其制备工艺
军工安防系列化产品	一种耐烧蚀、防火阻燃密封胶及其制备方法
	一种树脂基复合材料预浸料铺层预压实工艺
	可陶瓷化的碳基聚合物复合材料及其制备方法
	超大尺寸特殊蜂窝结构复合材料件成型方法
结构泡沫系列化产品	一种微球复合泡沫材料的制备方法
	一种抗静电阻燃硅橡胶泡沫材料的制备方法
	一种连续挤出发泡制备 TPU 发泡珠粒的方法
	一种具有高拉伸强度的硅橡胶泡沫材料的制备方法
	一种自粘性硅橡胶泡沫材料的制备方法
	一种低密度热塑性聚酰亚胺微发泡材料的制备方法
	一种热塑性聚酰亚胺发泡粒子及其成型体的制备方法
	生物降解聚合物发泡粒子成型体的制备方法
	一种生物降解聚合物发泡片材制品的制备方法
	生物降解聚合物硬质复合结构泡沫板材的制备方法
	一种可控降解聚丙烯发泡粒子的制备方法
	一种生物可降解聚合物发泡粒子的制备方法
	聚丙烯发泡材料及其生产方法
	一种开孔聚合物泡沫材料及其制备方法
	聚甲基丙烯酸酯亚胺泡沫/无机纳米复合材料及其制备方法
一种晶须改性聚甲基丙烯酸酯亚胺泡沫塑料及其制备方法	
新型改性树脂材料	一种不饱和聚酯树脂的合成方法

	一种可陶瓷化高碳型聚合物基复合材料及其制备方法
	一种低密度耐烧蚀聚合物基组合物

资料来源：公司公告

新材料是一个发展前景非常广阔的市场。目前，在我国，一些高精尖机械制造领域，包括航天、船舶、潜水艇等领域，由于受制于材料工业的发展，关键零部件还需要从国外引进，因此从国家层面来讲，这是一个事关国家安全的行业，必然会导致政策倾斜，而从近几年国家相关的文件来看，也确实如此。

表 10：新材料领域相关产业政策

时间	文件	主要内容
2015年11月	《国民经济和社会发展第十三个五年规划》	加快突破新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术。实施智能制造工程，构建新型制造体系，促进节能与新能源汽车、新材料、生物医药及高性能医疗器械等产业发展壮大。
2015年11月	《产业关键共性技术发展指南（2015年）》	提出大力培育发展与节能环保和资源综合利用有关的非金属材料制备技术
2015年2月	《2015年原材料工业转型发展工作要点》	落实创新驱动发展战略，积极培育新材料产业，提出扩大高端材料应用，积极推进高品质、高性能和高附加值产品的生产和应用。筹建石墨、玻璃纤维及复合材料、绿色建材产业发展联盟，完善下游应用产业链。推动高分子材料在轨道交通和高端装备领域的应用。
2014年10月	《关键材料升级换代工程实施方案》	加快新材料技术创新成果产业化和规模应用，提升我国新材料产业化和规模应用能力与效率，促进一批新材料企业形成持续发展能力，推动我国新材料产业做大做强。
2012年1月	《新材料产业“十二五”发展规划》	加快非金属材料等的技术开发及产业化进程

资料来源：政府网站

科博思核心管理人员，系原中船重工下属研究所研究员，此次加盟公司，将强化公司在新材料领域的技术实力，同时也有利于公司与中船重工方面的合作，在技术和市场两方面都将有所体现。

公司总经理孙建科先生本身就是材料方面的专家，以孙建科先生为核心打造的新的管理团队也有多位材料方面的技术专家和高级应用管理人员，团队不但本身对各种金属和非金属新材料有深刻的认识，同时具备多年新材料、新技术产业化的经验。此次收购科博思就是孙总在该领域的布局，凭借在中船重工积累的经验和多年的研究心得，相信在孙总的带领下，公司在新材料领域会越走越好。

5、入股北超伺服，踏足高端制造

5.1、入股北超伺服，踏足高端制造

2016年4月，公司通过仁达隆华投资基金，以现金1.2亿元，入股北京超同步伺服股份有限公司（简称“北超伺服”），占比12.58%。北超伺服成立于2008年8月，是一家集伺服电机和伺服驱动装置研发、生产、销售于一体的规模化制造型企业，产品广泛应用于高端装备制造、工业机器人、新能

源等领域。该公司是中关村科技园区国家高新技术企业，2014年12月在全国股转系统挂牌，成为国内伺服行业第一家挂牌企业。

图 22：公司主要产品



资料来源：公司网站

北超伺服技术实力强大，在伺服领域拥有多项专利，同时与多家研究机构合作，如2015年10月，与北京科技大学联合成立“超同步智能装备协同创新中心”。2015年11月，与北京高技术创业服务中心签订《合作协议》，合作建设“超同步智能装备产业园”。

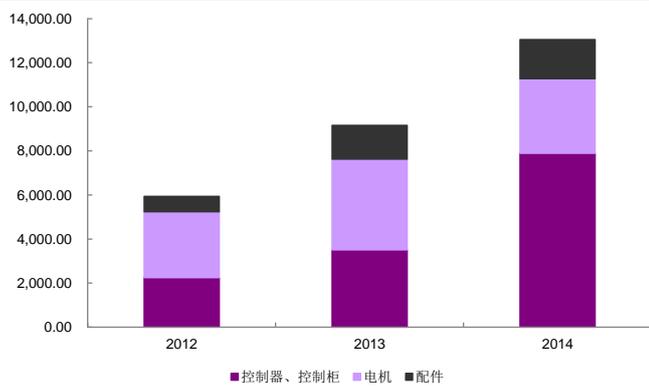
表 11：北超伺服专利持有情况（截止 2013 年）

序号	名称	专利号	专利类别	申请日	权力期限
1	抽油机伺服控制系统	200920108658.90	实用新型	2009.05.31	10年
2	交流伺服驱动电路	200920108659.30	实用新型	2009.05.31	10年
3	交流感应伺服电机	200920107683.50	实用新型	2009.05.06	10年
4	交流伺服驱动器控制电路	200920107684.X	实用新型	2009.05.06	10年
5	新型交流伺服驱动器	200920107682.00	实用新型	2009.05.06	10年
6	一种滑块电机	201320118455.40	实用新型	2013.03.15	10年
7	异步伺服无齿轮电梯曳引机	201320118220.50	实用新型	2013.03.15	10年
8	用于液压油泵电机的一体化法兰	201220657617.70	实用新型	2012.12.03	10年
9	电机接线盒	201220656006.00	实用新型	2012.12.03	10年
10	一种内嵌式切向永磁同步电动机	201220656938.50	实用新型	2012.12.03	10年
11	一种表贴式永磁电机及其电机转子冲片	201220657765.90	实用新型	2012.12.03	10年
12	一种大功率伺服驱动装置	201220656951.00	实用新型	2012.12.03	10年
13	一种多轴交流伺服驱动装置	201220657741.30	实用新型	2012.12.03	10年
14	一种电动车及其辆驱设备	201220657587.X	实用新型	2012.12.03	10年
15	无轴型光电编码器	200920108657.40	实用新型	2009.05.31	10年
16	磁速度传感器电路	200920107678.40	实用新型	2009.05.06	10年
17	交流伺服主轴电机	200920107679.90	实用新型	2009.05.06	10年
18	基于FPGA的以太网伺服接口电路	200920107680.10	实用新型	2009.05.06	10年
19	新型三相变频电机	200920107681.60	实用新型	2009.05.06	10年
20	一种正余弦编码器的接口电路	201320223842.40	实用新型	2013.04.27	10年
21	总线输入出接口电路	201320239509.20	实用新型	2013.05.06	10年
22	一种压力机的控制电路	201320223740.20	实用新型	2013.04.27	10年

资料来源：公司公告

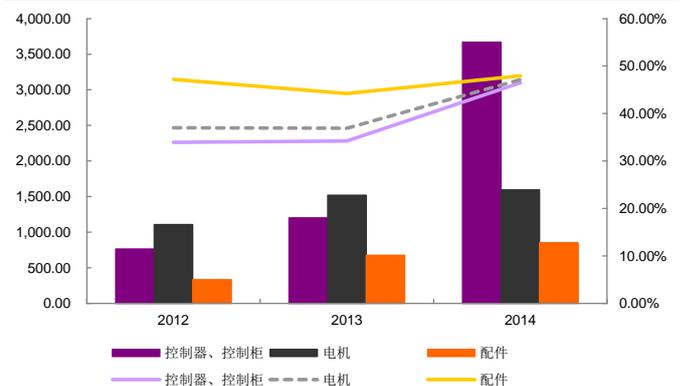
2015年，北超伺服实现营业收入14129.26万元，净利润3415.04万元，分别同比上涨7.93%和24.05%。而2014年其同比增长率为39.80%和144.11%。增长率的大幅下滑，主要是受累于国家宏观经济形势的影响，下游企业经营困难，需求降温。但公司各项业务的毛利率保持在高位，达到40%以上。

图 23: 收入构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告

图 24: 毛利构成 (万元) 与毛利率



资料来源: 公司公告

同时，公司在近期与多家知名企业签订战略合作协议，进一步发展智能制造，积极打造行业技术发展先锋。

表 12: 近期北超伺服签订的战略合作协议

时间	合作对方	主要内容
2015年11月	江苏中兴西田数控科技有限公司	在未来五年内，按照市场化的原则共同开发创新型伺服压力机技术
2015年11月	西门子(中国)有限公司	西门子推荐公司作为西门子808D系统配套第三方主轴产品的官方唯一供应商
2015年11月	汉川数控机床股份公司	共同研发高档、直驱、数字化数控机床产品，以及零件加工的智能生产线
2015年12月	山东普利森集团有限公司	共同研制具有国际领先技术水平的盘类零件智能车铣生产线
2015年12月	东莞研华宝元数控有限公司	共同打造数字化智能车间
2015年12月	广州佳盟子机床有限公司	共同实现高速、高精、重载系列数控机床直驱化推广
2015年12月	宝鸡忠诚机床股份有限公司	共同研发卧式车铣生产线、立式加工中心等产品
2016年3月	芜湖洪金机床有限公司	委托公司研发、生产砂轮主轴、分度轴、转台、直线轴伺服电机等数控磨床全系列设备配套功能部件及伺服系统产品

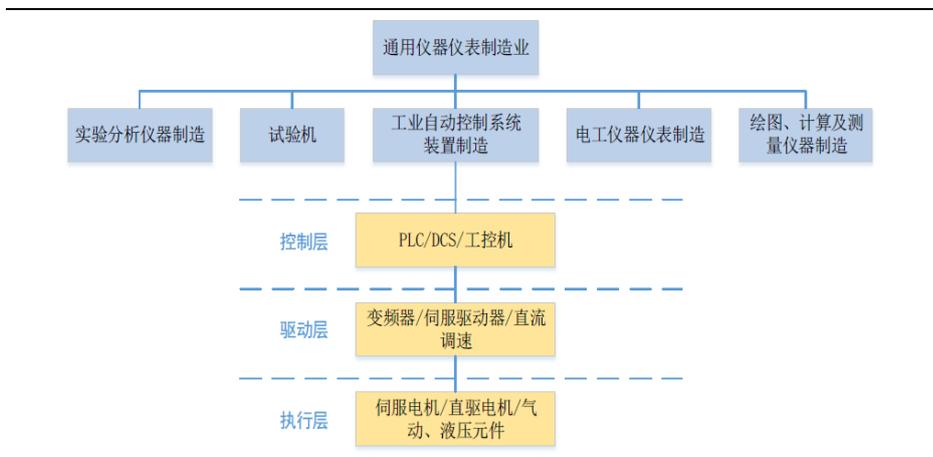
资料来源: 公司公告

5.2、布局中高端市场，加速进口替代

公司主要从事伺服电机、伺服驱动器等工业自动控制装备的制造。伺服行业属于技术密集型行业，涉及自动化控制技术、微电子技术、机电一体化技术、电机控制技术等多项学科领域，具有较强的复合性，对制造企业生产工艺要求较高，具有较高的技术壁垒。同时，伺服系统作为工业设备的关键部件，

下游客户对此要求较高，一般会经过较长的考察期才能确定关系，所以该行业有一定的客户壁垒。

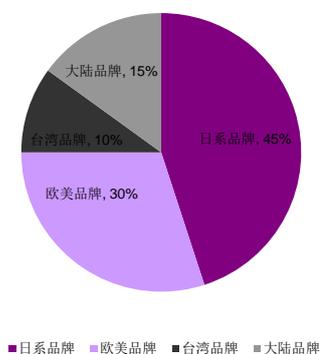
图 25：北超伺服所属行业



资料来源：公司公告

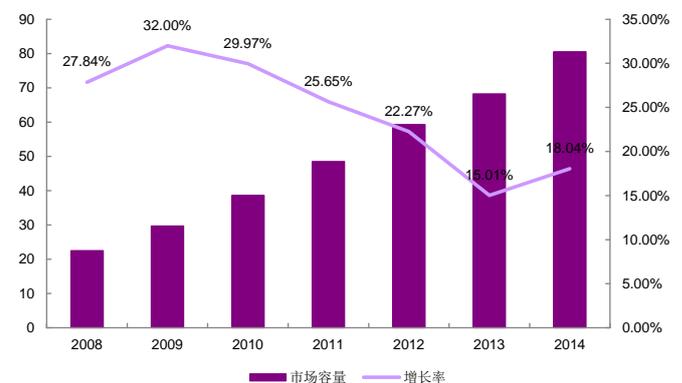
目前，国际品牌厂商在内伺服电机市场占据了主要的份额而且定位于中高端市场，而国内伺服电机企业主要定位中低端市场，而且中低端市场的竞争日趋激烈。但随着中国伺服市场的增长，以及中国企业技术的提高，未来中国企业在国内场所占的份额将越来越大，其市场容量也将快速增大。

图 26：2014 年中国伺服市场份额



资料来源：中国产业信息网

图 27：中国伺服市场容量（亿元）



资料来源：中国产业信息网

6、盈利预测

6.1、关键假设

1) 受下游石油、石化、化工、电力等行业产能过剩影响，公司传统节能设备业务发展遇到一定瓶颈，但公司通过开拓改造市场、优化产品结构，加大研发投入实现产品升级，保持传统节能业务的稳定，且毛利率维持稳定的水平。

2) 依托中电加美的环保平台，大力推进 PPP 项目。与中船环境合作，利用对方的技术优势和项目资源，做大环保业务。通过设立隆华（新疆）和

隆华（上海）两个平台，开拓新疆和长三角的环保市场。由于水处理项目大多在 1-2 年的施工期，按照完工百分比来确认收入。

3) 公司钼靶材目前有一条线正式投产供货，预计 2016 年底将新增 3 条线投产，同时 ITO 靶材和铜铝靶材相继在 2017 年陆续投产。入股的科博思料也将在 2016 年三季度量产，由于科博思的市场开拓我们还无法预测，且目前其还在产业基金下面，故暂时不考虑科博思对公司的业绩贡献。

6.2、盈利预测结果

根据上面的预测假设，我们得出公司 16-18 年的各快业务的预测结果如下：

表 13：公司分业务预测

单位：万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	137,079	177,546	236,205	315,754
YOY(%)	10.70%	29.5%	33.0%	33.7%
毛利	35,739	47,159	66,133	90,627
毛利率	26.07%	26.56%	28.00%	28.70%
传热设备				
收入	56,644	60,558	65,094	70,142
YOY(%)	-3%	7%	7%	8%
毛利率	28%	29%	29%	29%
环保				
收入	72,097	103,284	141,314	188,993
YOY(%)	21%	43%	37%	34%
毛利率	22%	23%	24%	24%
新材料				
收入	5,365	10,729	26,822	53,645
YOY(%)		100%	150%	100%
毛利率	50%	45%	47%	45%

资料来源：光大证券研究所

我们预测公司 2016-2018 年的营业收入分别为 17.75 亿元、23.62 亿元、31.57 亿元，同比增速分别为 29.52%、33.04% 和 33.68%，对应 16-18 年的归母净利润为 2.43 亿元、3.00 亿元和 4.21 亿元，三年 CAGR 为 33.23%。EPS 为 0.55 元、0.68 元和 0.95 元。

7、估值水平与投资评级

7.1、相对估值

1、与可比公司比较：

(1) 考虑到公司传统从事节能传热设备制造，而未来两三年的业绩增长驱动力主要来自环保及新材料，故我们选择业务结构类似的设备+环保公司中金环境、天翔环境、兴源环境、龙马环卫、三川股份作为可比公司。

(2) 从可比公司的估值情况来看，16 年动态 PE 基本介于 27-66 倍，平均值在 43 倍，16-18 年的业绩 CAGR 在 14.3%-80.4% 之间，均值为 41.1%，隆华节能未来三年的业绩 CAGR 在 33.4%，考虑到公司在新材料和高端装

备领域的布局将为未来业绩持续高增长提供动能，相比较理应给予比可比公司更高的估值水平。

表 14：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				CAGR -3/2015	PEG -2015	PB 15年	市值 亿元
		15年	16年	17年	18年	15年	16年	17年	18年				
中金环境	19.71	0.85	0.74	0.98	1.27	23.2	26.7	20.1	15.6	14.3%	1.26	3.7	70.4
天翔环境	57.40	0.34	0.87	1.03	1.40	170.1	66.3	55.8	41.0	60.2%	3.10	4.9	58.9
兴源环境	38.77	0.25	0.97	1.47	1.94	157.6	39.9	26.4	20.1	80.4%	3.45	7.1	179.0
龙马环卫	33.78	0.57	0.78	1.04	1.34	59.8	43.1	32.6	25.2	22.2%	4.31	8.4	90.1
三川智慧	16.16	0.33	0.41	0.51	0.64	48.3	39.6	31.8	25.4	24.7%	5.99	4.8	67.2
平均		0.47	0.75	1.01	1.32	91.8	43.1	33.3	25.5	41.1%		5.8	93.1
隆华节能	16.12	0.40	0.55	0.68	0.95	40	29	24	17	33.4%	1.77	3.0	70.4

资料来源：wind 一致预期；

2、相对估值结论

综上所述，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.55 元、0.68 元、0.95 元，分别高于行业一致预期的 25%、21%和 42%。

我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，考虑到公司所布局的几块业务都是国家战略性新兴产业，且在孙总团队带领下有望保持高速增长，同时不排除公司未来围绕这几块业务有外延性并购预期，故给予公司 2016 年 40 倍的 PE，对应目标价 22 元。

7.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：由于公司未来的业绩增长驱动力在于环保、新材料以及高端装备制造，均属于国家战略新兴产业，受益于国家政策支持、公司优秀研发管理团队，故假设长期增长率为 4%；
- 2、β值选取：采用环保及高端装备两个行业的β值的算术平均值作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(levered)	1.10
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.63%
税率	15.00%
Kd	4.07%
Ve	5,516.4
Vd	239.0
目标资本结构	20.00%
WACC	10.12%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-84.34	-0.79%
第二阶段	2,871.80	27.04%
第三阶段 (终值)	7,831.44	73.75%
企业价值 AEV	10,618.90	100.00%
加: 非经营性净资产价值	391.59	3.69%
减: 少数股东权益 (市值)	44.88	-0.42%
减: 债务价值	239.00	-2.25%
总股本价值	10,726.61	101.01%
股本 (百万股)	443.30	-
每股价值 (元)	24.20	-
PE (隐含)	44.11	-
PE (动态)	33.91	-

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

WACC	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
9.12%	26.75	28.61	30.82	33.51	36.86
9.62%	23.95	25.44	27.20	29.30	31.85
10.12%	21.57	22.78	24.20	25.86	27.85
10.62%	19.53	20.53	21.68	23.02	24.60
11.12%	17.76	18.59	19.54	20.64	21.91

资料来源: 光大证券研究所

7.3、估值结论与投资评级

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	24	18	—	37	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	33	26	—	44	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	23	17	—	36	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	15	13	—	17	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	22	18	—	30	贴现率±1%，长期增长率±1%

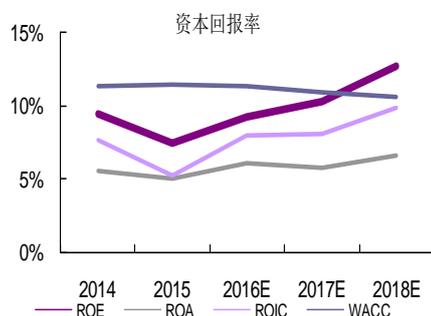
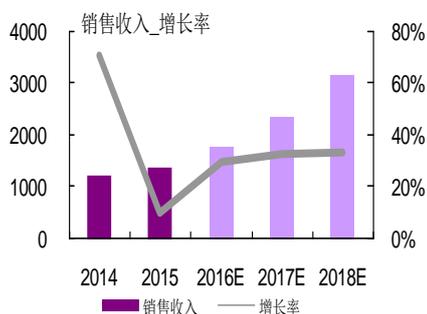
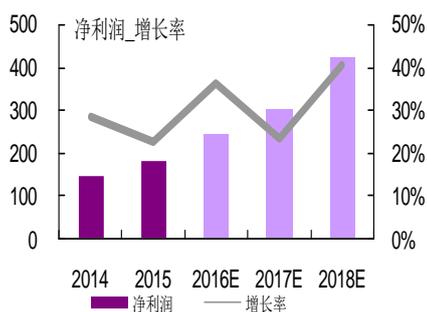
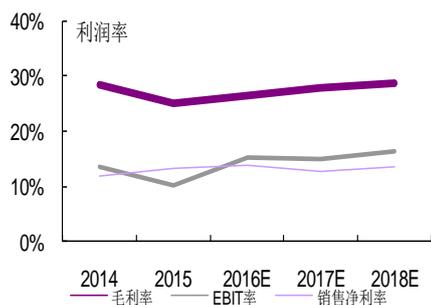
资料来源: 光大证券研究所

根据以上估值结果, 几种绝对估值结果显示公司的目标价范围在 15-33 元之间, 我们采用相对估值法得到的目标价在其范围之内, 给予公司 16 年 40 倍目标市盈率, 对应目标价 22 元, 潜在上涨空间 36%, 首次给予“买入”评级。

8、风险分析

受下游去产能的影响, 公司传统节能业务有可能会下滑的风险; 钼靶材和 ITO 靶材投产进度低预期的可能; 公司收购科博思和北超伺服后整合发展的进展比预期要慢的风险。

2016-05-16 隆华节能



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,245	1,371	1,775	2,362	3,158
营业成本	890	1,026	1,304	1,701	2,251
折旧和摊销	30	34	33	38	44
营业税费	6	12	9	12	16
销售费用	65	64	89	118	158
管理费用	88	102	124	154	205
财务费用	1	-4	1	18	38
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	22	7	10	13
营业利润	168	165	274	341	489
利润总额	174	213	288	355	498
少数股东损益	2	2	2	2	2
归属母公司净利润	145.72	178.65	243.16	300.16	421.44

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	2,678	3,621	4,039	5,219	6,395
流动资产	1,639	2,058	2,168	2,957	3,653
货币资金	239	712	533	709	947
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	768	831	980	1,304	1,452
应收票据	115	104	124	165	221
其他应收款	20	37	36	47	63
存货	426	352	456	680	901
可供出售投资	0	2	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	42	103	103	104	106
固定资产	301	328	375	430	486
无形资产	106	109	104	99	94
总负债	1,117	1,183	1,366	2,268	3,051
无息负债	872	954	1,076	1,403	1,844
有息负债	245	229	290	865	1,207
股东权益	1,561	2,438	2,673	2,951	3,344
股本	383	443	443	443	443
公积金	823	1,485	1,510	1,540	1,582
未分配利润	346	495	697	942	1,291
少数股东权益	8	22	24	26	27

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-200	79	-93	-231	79
净利润	146	179	243	300	421
折旧摊销	30	34	33	38	44
净营运资金增加	196	-100	289	462	255
其他	-572	-33	-658	-1,031	-641
投资活动产生现金流	-96	-241	-137	-126	-113
净资本支出	-67	-93	-135	-135	-125
长期投资变化	42	103	-1	-1	-1
其他资产变化	-71	-251	-1	10	13
融资活动现金流	200	668	50	533	273
股本变化	192	60	0	0	0
债务净变化	227	-16	61	576	342
无息负债变化	268	83	122	327	442
净现金流	-96	506	-179	176	239

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	70.76%	10.10%	29.52%	33.04%	33.68%
净利润增长率	28.49%	22.60%	36.11%	23.44%	40.41%
EBITDA/EBITDA 增长率	60.46%	-13.17%	73.97%	28.78%	43.89%
EBIT/EBIT 增长率	48.19%	-17.75%	92.57%	30.55%	47.10%
估值指标					
PE	49	40	29	24	17
PB	5	3	3	2	2
EV/EBITDA	37	47	28	23	17
EV/EBIT	44	58	32	26	18
EV/NOPLAT	52	69	37	30	21
EV/Sales	6	6	5	4	3
EV/IC	4	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.51%	25.18%	26.56%	28.00%	28.70%
EBITDA 率	16.02%	12.63%	16.97%	16.42%	17.68%
EBIT 率	13.58%	10.15%	15.09%	14.81%	16.29%
税前净利润率	13.96%	15.56%	16.23%	15.04%	15.77%
税后净利润率 (归属母公司)	11.70%	13.03%	13.70%	12.71%	13.35%
ROA	5.52%	4.98%	6.06%	5.79%	6.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.38%	7.40%	9.18%	10.26%	12.71%
经营性 ROIC	7.58%	5.20%	7.97%	8.01%	9.84%
偿债能力					
流动比率	1.48	1.75	1.59	1.31	1.20
速动比率	1.09	1.45	1.26	1.01	0.90
归属母公司权益/有息债务	6.33	10.55	9.14	3.38	2.75
有形资产/有息债务	9.43	13.94	12.50	5.55	4.96
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.33	0.40	0.55	0.68	0.95
每股红利	0.03	0.04	0.06	0.07	0.10
每股经营现金流	-0.45	0.18	-0.21	-0.52	0.18
每股自由现金流(FCFF)	-0.14	0.42	-0.41	-0.53	0.26
每股净资产	3.50	5.45	5.98	6.60	7.48
每股销售收入	2.81	3.09	4.01	5.33	7.12

资料来源：光大证券、上市公司